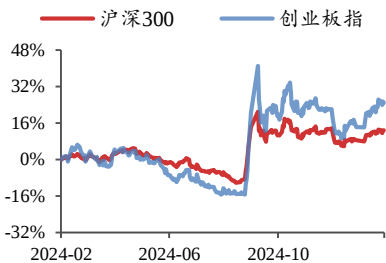


2025 年 02 月 28 日

开源晨会 0228

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
商贸零售	2.280
食品饮料	2.237
美容护理	2.042
纺织服饰	1.871
轻工制造	1.366

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-2.769
计算机	-1.882
国防军工	-1.106
电子	-0.879
环保	-0.651

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【固定收益】扩大内需与资金面偏紧并不矛盾——事件点评-20250227

行业公司

【汽车】2 月需求弱，比亚迪智驾平权，华为拟推 L3 级智驾——行业深度报告-20250227

【机械】大疆机器人基因解析：天空到地面的“降维打击”——行业深度报告-20250227

【医药】政策支持叠加投融资回暖，创新药产业链拐点或已至——行业点评报告-20250227

【商贸零售】医美化妆品 1 月月报：高端医美市场再添新活力，个护家清迎来“需求刚性+体验升级”的双轮驱动——行业点评报告-20250227

【有色钢铁】黄金深度(三)：初探美国资产货币化对金价的影响——行业深度报告-20250227

【银行】关注 M0 回流情况及央行投放工具切换的影响——行业深度报告-20250226

【家电：石头科技(688169.SH)】更积极的产品和营销策略下，2024Q4 收入超预期——公司信息更新报告-20250227

【非银金融：香港交易所(00388.HK)】ADT 挂钩业务同比明显改善，IPO 回暖支撑成长性——香港交易所 2024 年报点评-20250227

【医药：英科医疗(300677.SZ)】全球丁腈手套龙头，精益成本管理&海外建厂扩产筑建强大护城河——公司深度报告-20250227

【医药：奥泰生物(688606.SH)】2024 年利润超预告上限，公司成长逻辑持续兑现——公司信息更新报告-20250226

研报摘要

总量研究

【固定收益】扩大内需与资金面偏紧并不矛盾——事件点评-20250227

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025年2月21日，国务院常务会议指出“发展服务贸易和服务消费是稳外贸、扩内需的重要抓手”，政策再次提及扩内需。

经济需进一步扩大内需

2025年2月21日，国务院常务会议指出“发展服务贸易和服务消费是稳外贸、扩内需的重要抓手”。2025年2月25日，中国国际经济交流中心学术委员会主任王一鸣表示“当前的需求不足较为突出地反映在一些中心城市社会消费品零售总额增速上，也体现为全国价格持续走低”。

不难看出，当前政策层认为“我国仍然面临一定内需不足的情况，政策存在继续扩大内需的必要”。

从经济指标上看，（1）2025年1月PPI同比-2.3%，已经连续28个月处于负值区间；（2）2021年新建房地产销售额为18.2万亿，2024年全年仅9.7万亿；（3）2024年社会消费品零售总额同比+3.5%，明显低于2023年同比+7.2%，反映出我国当前经济仍然需要进一步刺激内需。

政策刺激内需的关键是“宽财政+宽信用”、而不是“宽资金”

我们认为，刺激内需的关键是“宽松的财政政策和信用政策”，而不是“宽松的资金面”。

2023-2024年政策组合为“宽资金+紧财政+紧信用”，2023年4月银行间7天质押回购利率中枢高点2.58%，之后趋势下降至2024年12月低点1.82%，但反观经济走势上，经济并未跟随资金宽松而走好，2023年2月制造业PMI高点为52.6%，2024年8月PMI低点仅为49.1%。

2018年政策组合为“宽资金+紧财政+紧信用”，2018年1月银行间7天质押回购利率中枢高点3.73%，之后呈现为趋势下降，2018年8月低点为2.53%，但经济走势上，2018年5月制造业PMI高点为51.9%，2018年12月PMI仅为49.4%。

回顾2023-2024年和2018年历史可以发现，经济的走势并不会跟随资金面的宽松而随之上升，反而会由于偏紧的财政和货币政策制约内需的改善，整体上宽资金对经济的改善意义不明显。

对比之下，2016年下半年-2017年政策组合为“紧资金+宽财政+宽信用”，经济呈现为趋势回升，比如，2016年银行间7天质押回购利率中枢低点为2.46%，之后持续上升至2017年高点3.72%，制造业PMI从2016年7月49.9%上升至2017年9月52.4%。

2020年政策组合同样为“紧资金+宽财政+宽信用”，2020年5月银行间7天质押回购利率中枢低点为1.50%，之后持续上升至2020年11月高点2.73%，制造业PMI从2020年2月35.7%上升至2020年11月52.1%。

回顾2016-2017年和2020年历史可以发现，财政和信用政策取向才是决定经济走向的关键因素，两段时期均是宽松的财政和信用政策，经济呈现为趋势回升，反观资金面均是偏紧，但紧资金并不会影响经济的回升趋势。

债市维持观点：继续提示关注长债收益率上行

目前债券市场，仍然隐含着大幅的降息预期。近期收益率上行之后，2025年2月26日10年国债收益率仅仅回到1.73%；距离OMO利率对应的1.9-2.2%、资金利率对应的2.2-2.5%，仍有相当大的上行空间。

市场之所以有2025年大幅降息的预期，是因为“适度宽松”的货币政策，但“适度宽松”，并不等于大幅降
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

息。2008 年底定调 2009 年“适度宽松”，2009 年没有降息；2009 年底定调 2010 年“适度宽松”，2010 加息。

我们认为，尽管当前政策仍然需进一步刺激内需，但是历史上看“紧资金”和经济趋势关系并不明显，更重要的是“宽松的财政财政和信用政策”，所以 2025 年扩大内需背景下可能的政策组合或是“紧资金+宽财政+宽信用”。

考虑到“紧资金+宽财政+宽信用”，以及市场叙事方式的变化（deepseek 引领的 AI 创新热潮、哪吒 2 票房大卖、民营企业座谈会召开等），“降息预期”或将继续减弱，收益率仍有望上行。因此，我们认为，近期的长债收益率上行，仅仅处于上行初期。维持债市观点，提示关注收益率上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【汽车】2 月需求弱，比亚迪智驾平权，华为拟推 L3 级智驾——行业深度报告-20250227

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

2 月观察：比亚迪规模优势推全民智驾，华为拟发布 L3 级智驾彰显极致技术

2 月受传统淡季影响需求较弱、但同比增长，新能源车渗透率预计环比明显增长。

智能化为 2025 年的主旋律，小鹏受益于此销量增长明显，而更需要关注的是，比亚迪所代表的规模优势及华为系所代表的极致技术有望并行发展，主要由于当前高阶智驾渗透率非常低，需要比亚迪这类车企通过大规模的智驾上车对消费者进行教育，同时通过华为、小鹏等行业第一梯队车企引领高阶智驾技术的发展：（1）比亚迪发布“天神之眼”高阶智驾方案，目标将高阶智驾引入全系车型。“天神之眼 A/B”可实现全国无图 NOA 能力，“天神之眼 C”可实现高速 NOA 功能等。更关键的是，“天神之眼 C”将高阶智驾下探至 7 万级，“加量不加价”产品力大增。Deepseek 的低算力、数据需求或将加速比亚迪智驾技术的研发，远期中国最大的车队规模预计成为比亚迪的优势。同时，比亚迪拥有规模化采购叠加产业链垂直整合优势，这是其普及全民智驾的重要支撑；（2）华为 2025 年有望落地 L3 级智驾功能，将带来革命性体验，注重安全性为其前提。目前，华为合作朋友圈持续扩大，并有望向 20 万以下的主流价位段逐步渗透。通过“集团军作战”模式，华为赋能传统车企快速补齐智驾短板、从容应对行业竞争态势。

2024Q4 汽车板块获基金明显加仓，整车板块获加仓最多，零部件板块也有增长。

1 月回顾：零售端需求下滑较大，出口端同比小幅增长，批发端同比微增

1 月受春节较早、政策空档期等影响内需较弱，出口端同比小增，批发端下滑程度小于零售端。新能源批发/零售端需求同比高增，出口端创新高。智能化方面，城市 NOA 渗透率环比提升，小鹏 P7+ 推动 20 万以下新能源车中渗透率继续提升。

新车前瞻：比亚迪智能化新车密集亮相，尊界 S800 有望搭载 L3 级智驾能力

比亚迪海豹 06EV 将搭载天神之眼 C，智驾平权加速推进，豹 5 乾崑智驾版将搭载华为 ADS3.0，补齐高阶品牌短板。华为系新款问界 M9/尊界 S800 搭载 4 激光雷达，有望逐步实现 L3 级智驾能力，享界 S9 增程版/上汽奥迪 A5L 亮相在即。

投资建议：政策延续，关注智能化龙头华为/小鹏/理想及智驾平权领军比亚迪

政策延续需求有支撑，重点关注智驾加速渗透，优选龙头华为系及小鹏、理想等新势力以及智驾平权领军比亚迪：（1）比亚迪全系车型实现高阶智驾全覆盖、加量不加价、产品力大增，第二代刀片电池、超充等新技术有望推动纯电崛起，高端品牌新车密集发布，海外市场持续开拓；（2）赛力斯潜在大爆款 M8 将推出，前瞻布局具身

智能领域打造第二成长曲线；(3)江淮尊界 S800 有望搭载 L3 级智驾功能；(4)北汽蓝谷有望迎来享界 S9 增程版的上市；(5)上汽在政府大力支持下自上而下改革，与华为合作反转可期；(6)小鹏在 MONA03 及 P7+基础上有望迎来多款爆款新车的上市；(7)理想纯电版新车型有望贡献增量；(8)吉利雷神 EM-i 对标比亚迪 DM5.0，3 月将发布 AI 战略，领克/极氪整合后发挥规模效应。

推荐标的：比亚迪、小鹏汽车-W、上汽集团、长安汽车、长城汽车、零跑汽车，受益标的：赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷、理想汽车-W、吉利汽车、蔚来-SW。

风险提示：乘用车行业需求/电动智能化转型/出海进程/政策支持力度不及预期、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动等。

【机械】大疆机器人基因解析：天空到地面的“降维打击”——行业深度报告-20250227

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001

大疆机器人基因解析：天空到地面的“降维打击”

大疆是全球无人机产业颠覆者，“科技艺术品”的极致追求吸引了广大用户。在全球科技盛宴中，DeepSeek、宇树等中国优秀企业脱颖而出，扛起科技门面大旗。大疆作为我国极具代表性的科技名片，自然也不会在这场盛宴中缺席。作为科技驱动公司，持续的盈利造血能力为大疆新技术研发、拓展新赛道提供了充足弹药。与此同时，全球范围内智能机器人正加速成长为下一个万亿级赛道，相较无人机市场预计扩容超过百倍，对于身具机器人基因、具备全球影响力的大疆来说，或许是下一个理想的战略方向。大疆的机器人基因根植于其创始团队和技术体系，并于 2023 年底将经营范围新增智能机器人。

“大小脑”核心能力均具备，可构建“陆空一体”全域闭环

无人机本质是一种“空中机器人”，其核心飞控系统与机器人的运动控制（小脑）异曲同工，本质都是基于姿态感知与动态调校的控制算法，与机器人关节自由度协调控制具有技术相通性，如悬停能力转化为动态平衡；云台增稳解决机器人奔跑时的图像模糊问题；双目视觉避障、激光雷达与热成像实现毫米级障碍物识别、非结构化建模及暗光感知，可赋予机器人超越人类的复杂环境交互能力。基于无人机的避障、路径规划及传感器技术，大疆进一步延伸至自动驾驶领域，曾获特斯拉前自动驾驶工程总监加入。大疆车载技术方案以纯视觉为核心，与特斯拉的路径相似，但具备更高的性价比（硬件成本仅为特斯拉 FSD 的 1/5），携手比亚迪、英伟达合作加速推进，2025 年预计搭载 200 万台乘用车。类似特斯拉 FSD 系统，大疆智能驾驶系统可以赋能机器人“大脑”。大疆无人机的多维应用场景、数据积累具有独特优势，可与机器人构建“陆空一体化”全域闭环，加速产品数据积累和优化迭代。

大湾区“得天独厚”，“机器人硅谷”生态赋能，高效补充机器人产业拼图

大疆的无人机组件与机器人存在可复用性，借助千万量级无人机量产经验，可实现一定程度的供应体系迁移。李泽湘作为“中国机器人之父”，打造的松山湖国际机器人基地为全球最密集的机器人生态，大疆、固高科技等企业深度参与。松山湖南面的华为东莞极目科技园，投资超 30 亿元，共同构成机器人产业集群。黄仁勋表示粤港澳大湾区的条件“得天独厚”，是全球唯一同时拥有 AI 和机电技术的地区。中国占全球具身智能供应链份额 38%，而粤港澳大湾区独占其中 55%，大湾区人工智能和机器人领域基础雄厚，结合政策扶持和动员能力优势，产业生态建设走在全球前列。基于大湾区制造优势和机器人生态资源，大疆在机器人方面具备独特优势。

投资建议

具身智能浪潮席卷全球之际，国际科技巨头均加速布局智能机器人赛道。大疆作为一张全球科技的名片，拥有机器人“大小脑”底层能力、陆空一体化应用场景以及建立机器人完整生态的优势，在机器人产业链具备“降维打击”的能力。大湾区 AI 和机电产业资源雄厚，关注标的：雷赛智能、震裕科技；受益标的：固高科技、信质集团、步科股份、英威腾、安培龙、奥比中光-UW、兆威机电、丰立智能、联创电子等。

风险提示：公司战略布局不确定性、技术迁移风险、智能驾驶不及预期。

【医药】政策支持叠加投融资回暖，创新药产业链拐点或已至——行业点评报告-20250227

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

政策端持续加码，构建创新药全链条支持体系

2024年以来，国家在创新药产业的支持政策上持续加码，从支付渠道拓展、目录动态调整到临床应用保障等方面构建了全链条支持体系。国家医保局于2025年计划发布第一版丙类药品目录，通过“基本医保+商保”协同模式，为高值创新药开辟了新的支付路径，有望缩短创新药回报周期，提升研发积极性。政策组合拳显著缩短了创新药的市场准入周期，有望构建多层次保障体系，也持续提升国内创新药企研发的积极性。

全球投融资回暖态势明显，国内月度投融资环比持续改善

2025年1月全球医疗健康产业投融资总额整体回暖态势明显。根据动脉橙数据显示，2025年1月，全球医疗健康产业投融资总额约80.04亿美元，同比增长88.7%，环比增长100.5%；投融资事件数约194起，同比下滑27.3%，环比增长26.8%。国内医疗健康产业投融资环比持续改善，新药申报IND数量环比略降。根据财联社创投通数据，2025年1月国内中国医疗健康产业融资额约53.04亿元，同比下滑约23.57%，环比增长14.11%，自2024Q4起月度环比持续改善。同时，中国管线BD交易首付款与中国管线BD交易数量逐年增长，分别从2018年的2.84亿美元/64个快速增加至2024年的56.23亿美元/275个。BD交易持续火热，为国内创新药企实现快速融资及创新药管线的价值兑现提供了新的路径，也为核心管线的持续推进与新一轮早研管线的开设提供了资金保障。

打通创新药行业一二级市场融资渠道，以资本为纽带加速创新资源整合

自2023年以来，多家创新药企通过定增、可转债、配售等方式实现融资，为各公司内部核心创新药管线的持续推进提供了资金保障。中国各地方政府通过设立生物医药产业基金，以资本为纽带加速创新资源整合，成为推动行业高质量发展的又一力量。2023年以来，地方政府先后成立十亿甚至百亿级别的产业投资基金，通过市场化运作机制引导社会资本向早期研发、临床转化等高风险环节倾斜，以“资本+政策”驱动重塑中国生物医药创新生态。

投资逻辑及推荐标的

投资逻辑：政策端，国家在创新药产业的支持政策上持续加码，构建了全链条支持体系。投融资端，近半年来全球投融资回暖态势明显，国内月度投融资环比持续改善，国内创新药管线BD交易火热，各地方政府也先后设立生物医药产业基金为生物医药产业发展提供支持。我们预计，随着全产业链支持创新药发展政策的逐步落地以及国内外创新药投融资逐步回暖，创新药产业链上下游将持续受益，回暖趋势已现。

推荐标的：临床前CRO：泓博医药、美迪西；临床CRO：泰格医药、诺思格、普蕊斯、阳光诺和；平台型：药明康德、药明合联、药明生物、康龙化成；CDMO：博腾股份、九洲药业、诺泰生物、药石科技；科研服务：皓元医药、毕得医药、阿拉丁、奥浦迈、百普赛斯、义翘神州、药康生物、昊帆生物。

风险提示：政策波动风险、市场震荡风险、地缘政治风险等。

【商贸零售】医美化妆品1月月报：高端医美市场再添新活力，个护家清迎来“需求刚性+体验升级”的双轮驱动——行业点评报告-20250227

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

板块行情回顾

医美（选取13家上市公司）：1月个股涨幅靠前为锦波生物（+8.4%）、美丽田园医疗健康（+6.1%）；化妆品

(选取 18 家上市公司): 1 月个股涨幅靠前为毛戈平 (+22.1%)、巨子生物 (+16.0%)、壹网壹创 (+13.9%)。

医美: 琼脂糖填充剂和 MaiLiExtreme 获批, 高端医美市场再添新活力

2025 年 1 月, 兰州生物代理的“AlgenessVL 琼脂糖面部注射填充剂”获药监局的进口三类医疗器械注册许可, 该产品以天然琼脂糖为原料, 不含化学交联剂, 具有可降解、无吸水性和低栓塞风险的特点, 显著提升了注射操作的安全性。同时, 华东医药“MaiLiExtreme 含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶”也于近期获批, 作为高端透明质酸产品, 其采用 OxiFree 专利技术, 减少交联剂用量、延长维持时间, 提供优异的流变性能和填充能力, 能够快速改善下颌轮廓。此外, 摩漾生物羟基磷灰石也迎来重大突破, 近期医美市场多个创新产品的获批, 为消费者提供多元产品选择, 共同推动行业向更专业安全和高端高质化的方向发展。

化妆品: 个护家清细分需求多面开花, “需求刚性+体验升级”双轮驱动革新

得益于年轻消费一代消费理念的升级, 个护家清行业正从单纯的产品功能竞争, 转向情感共鸣、感官体验和个性化服务的全方位竞争。个护家清行业一方面需求韧性强, 另一方面场景细分叠加体验升级驱动行业增长, 正借鉴可选消费品的内容营销、场景细分和高端化策略, 形成“需求刚性+体验升级”的双轮驱动。具体到品牌, (1) 润本聚焦驱蚊及婴童护理赛道, 以场景创新+供应链效率+低价不低质的优势抢占细分市场产品, 看好后续产品成长空间; (2) 绽家定位高端天然香氛衣护家清, 通过功能创新与情绪表达, 成功在家清红海市场中开辟高端化赛道。(3) 冷酸灵聚焦“抗牙齿敏感”细分领域并积极布局电动口腔护理, 产品结构焕新升级推动盈利改善。(4) 自由点将产品功效与“私密健康护理”结合, 大健康系列等高单价产品优化盈利结构。

投资建议: 新增重点推荐毛戈平

(1) 医美: 新品问世有望带来增长新动力, 关注差异化布局的上游厂商, 重点推荐爱美客, 受益标的锦波生物、江苏吴中等; (2) 化妆品: 看好综合实力强劲的国货龙头以及受益细分赛道高景气的品牌方, 新增重点推荐毛戈平(稀缺的国货高端美妆集团, “品类+渠道+客群”拓展打开成长空间), 此外重点推荐润本股份(“驱蚊+婴童护理”细分龙头, 拓品类、拓渠道持续成长)、丸美生物(“人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”, 高质量增长可期)、巨子生物(妆品业务亮眼, 医美管线进程有望加速)。38 节大促在即, 建议关注各美妆品牌产品打法及渠道策略。

风险提示: 消费复苏不及预期; 竞争加剧; 政策风险。

【有色钢铁】黄金深度(三): 初探美国资产货币化对金价的影响——行业深度报告-20250227

李怡然(分析师) 证书编号: S0790523050002 | 陈权(联系人) 证书编号: S0790123100016

美国财政困境的短期解药或将加剧美元信用的裂痕

催化: 美国总统特朗普声称会对诺克斯堡的黄金储备进行审计。诺克斯堡存放约 56% 的美国黄金储备, 上一次审计时间为 1974 年 9 月 23 日。特朗普的政策指向使得美国黄金价值重估事件从隐性政策构想演变为市场焦点。若此举落地, 短期来讲, 或将刺激黄金抗通胀与避险需求(历史量化宽松期间金价与美联储负债规模相关系数达 0.95); 中长期则可能加速全球央行“去美元化”, 推动央行净购金量(2024 年 1044.6 吨)与金价(2025 年 2 月以来上涨 3.8%)形成正反馈循环, 黄金的价值重估或从会计技术操作演变为美元信用弱化的导火索, 但需警惕国会授权障碍、黄金抛售风险及主权基金筹款路径不确定性对市场的扰动。推荐标的: 中金黄金、山金国际、山东黄金、中国黄金国际, 受益标的: 招金矿业。

美国财政困境催生非传统资产货币化政策创新

美国财政部面临严峻的财政失衡, 截至 2024 年 9 月, 其总负债高达 45.5 万亿美元, 净资产为 -39.9 万亿美元。特朗普政府提出“资产货币化”策略, 旨在通过盘活政府资产端(如黄金储备、GSE 股权等)创造账面收益, 缓解国债发行压力。这一会计手段的核心逻辑是通过资产价值重估或私有化操作, 在不直接增发债务的情况下提升

财政流动性，反映了美国债务困境倒逼的财政创新需求。

黄金储备价值重估的潜力与阻力并存

美国财政部持有 8133 吨黄金，但长期以 1973 年法定价格（42.22 美元/盎司）记账，账面价值仅 110 亿美元。若按当前市价（约 2900 美元/盎司）重估，其价值将激增至 7500 亿美元，创造近 7400 亿美元的账面收益。尽管此举需国会立法授权，且可能引发美元信用质疑，但特朗普政府近期对诺克斯堡黄金储备的审计表态，表明政策构想距离实操或许更近一步。

短期流动性注入与中长期的弱化美元信用均刺激黄金溢价

黄金价值重估的短期影响体现为“类 QE 效应”：若财政部通过调整美联储黄金凭证将账面收益转化为流动性，相当于向市场注入约 7000 亿美元资金。流动性宽松与抗通胀需求共振或推动金价上行。此外，截至 2025 年 2 月 19 日，COMEX 黄金库存自 2025 年初激增 73%（至 1181 吨）及黄金租赁利率攀升至 3.5%，一定程度上反映市场对黄金“再货币化”的预期。

黄金重估的中长期影响在于加速美元信用体系裂变。若美国通过财政技术操作变相承认黄金的货币属性，可能引发全球央行加速“去美元化”。2024 年全球央行净购金量已达 1044.6 吨，黄金储备总量创历史新高（36146.6 吨）。这一趋势将强化“官方增持-金价上涨-美元替代需求上升”的正反馈循环，推动黄金进入系统性价值重估周期。

风险提示：美国资产货币化路径的不确定性、黄金价值重估的阻力、美国财政部出售黄金储备的可能性、美国主权财富基金筹款形式的不确定性。

【银行】关注 M0 回流情况及央行投放工具切换的影响——行业深度报告-20250226

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

推测 2 月 M0 回流大行速度不佳，大行资产负债缺口仍有压力

1、现金漏损与回流银行体系具有明显的春节效应，近年来存款回流大行放缓，2023 年和 2024 年 1-2 月大型银行个人存款累计增加规模较中小行少 1 万亿元以上，反映春节期间居民存款从大行流向中小行的现象在加剧。

2、我们推测 2 月 M0 回流速度不佳。一是复工进程整体偏慢。二是大行 2 月以来仍存在一定的资产负债压力。（1）2 月资金融出规模未见明显恢复，维持在 1 万亿上下，低于往年同期；（2）二级市场债券买卖从 1 月份的净买入转为净卖出。（3）大行提价发行同业存单，净融资额明显回升，截至 2025 年 2 月 23 日，2 月净融资规模为 3825 亿元。

3、农商行动吸收储蓄存款，“冗余”资金用于配债，2 月以来农商行逆势加大债券买入力度，净买入 5500 亿元左右债券，02.10-02.21 大幅买入国债和政金债等利率债品种。

央行投放工具：买断式逆回购替换 MLF 的影响

1、更有利于改善 LCR。理论上，从计算公式看，央行操作 MLF 和买断式逆回购对银行指标影响并无太大差异。但在实操中，买断式逆回购的标的多为地方债，而地方债属 2A 资产，其最多只能计入 HQLA 的 40%，根据我们测算，大部分上市银行持仓地方债规模都超过了 40% 的计入上限，2024H1 上市银行冗余地方债规模为 12.59 万亿元，其中国有行为 9.31 亿元。如果银行将冗余的地方债卖断给央行换回现金，可对 LCR 能形成比较大改善。

2、相较于 MLF，买断式逆回购的操作期限偏短（以 3M 为主），其到账后剩余期限即在 90 天以内，流动性缺口率阶段性可能出现负偏离，银行要被动提价发行长期限存单来回补缺口。2 月以来同业存单发行以 9M 和 1Y 为主，除了应对资产负债压力外，可能还有改善流动性缺口率指标的考虑。

3、买断式逆回购具有一定不可测性，市场研究数据滞后，价格不公布，引导预期偏慢，可能需要司库提前做

一些预判。

看好 2025 年银行负债成本下行空间

短期资金面扰动并不改全年负债成本下行趋势。存款是银行负债的基本盘，年初同业资金较贵，短期或对银行负债成本形成扰动，但影响不大。根据我们测算，若 2025 年同业负债成本较 2024Q4 上行 20BP，负债成本约提升 1.45BP。此外，根据市场利率定价自律机制发布的《2025 年度大额存单发行工作提示》，大额存单备案新增贷款考核，反映监管仍在加强管控银行高息负债。

投资建议

经济筑底稳步复苏的过程中，坚守高股息银行的策略上佳。推荐中信银行，受益标的农业银行、北京银行、沪农商行等。布局区域信用弹性更好的银行：推荐苏州银行，受益标的有江苏银行、成都银行、宁波银行等。

风险提示：宏观经济增速下行；政策落地不及预期。

【家电：石头科技(688169.SH)】更积极的产品和营销策略下，2024Q4 收入超预期——公司信息更新报告-20250227

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陈怡仲（联系人）证书编号：S0790123070024

更积极的产品和营销策略下，2024Q4 收入超预期，维持“买入”评级

公司发布业绩快报，2024 年公司实现营收 119.3 亿（+37.8%），归母净利润 19.8 亿元（-3.4%），扣非归母净利润 16.3 亿元（-11.0%）。单 2024Q4 看，公司实现营业收入 49.2 亿元（+65.9%），归母净利润 5.1 亿元（-26.3%），扣非归母净利润 4.4 亿元（-23.3%）。受缺货及关税影响，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 19.8/23.0/29.0 亿元（原值 21.8/24.9/30.6 亿元），对应 EPS 为 10.72/12.45/15.70 元，当前股价对应 PE 为 23.7/20.4/16.2 倍。公司执行更加积极的产品和销售策略后收入如期高增，发布全球首款机械手臂扫地机新品，有望成为 AI 机器人技术应用至下游的标杆企业，估值有望提升，维持“买入”评级。

2024Q4 各区域保持良好增长，2025 内销国补延续、海外消费有望重回景气

根据奥维云网及久谦数据，2024Q4 石头各地区表现看：（1）内销：线上渠道销额同比+104%，销额市占率达 25.1%（+2.2pcts）、保持第一梯队，其中 2000-3000、3000-4000、4000-5000 价位段销量市占率分别达 31%/24%/36%，分列第一/第二/第一名。（2）北美：美亚销额+38%，线下渠道进驻顺利。（3）欧洲：德亚销额同比+38%，线下渠道预计恢复良好。（4）亚太：日亚电动工具零件销额同比+63%。展望 2025 年，内销国补延续、外销消费景气度有望回升，看好公司在更积极的产品/销售策略下持续保持收入高增。内销看，2025 年扫地机线上渠道累计（截至 2 月 23 日）量/价同比分别+57%/+9%，其中石头同比分别+91%/+3%；外销方面，石头 2025M1 美亚/德亚销额同比分别+30%/+78%，积极策略逐渐开始展露成效。

断货、关税及饱和营销等多重因素下盈利能力阶段性承压，预计见底趋稳

2024Q4 公司归母净利率 10.3%（-13.0pct），扣非净利率 8.9%（-10.4pct），承压预计主系：（1）国补热销下公司产品自 10 月底开始持续缺货，发货时间超 1 个月。叠加收货确认需要时间，大部分收入计入 2025Q1；（2）四季度对美销售产品大多受到加征关税影响；（3）饱和营销下，公司策划了多起出圈的品牌营销事件，如“扫地机上太空”、“烘干一座城”、合作瑞典乒乓球明星莫雷高德等，叠加海内外大促投流&抖音/欧亚等高费率渠道占比有所提升，预计销售费率有结构性提升；（4）公司持续加强海内外全价格带布局、多品类加速研发及推新，预计研发&管理费率有所提升。我们认为公司主动放弃高净利率是为了更好的收入及份额增长&压缩竞对空间，当前已逐步收获成效，净利率有望见底趋稳。

加快多品类推新，创新力和产品力保持引领，有望持续拓宽护城河

2025 年以来公司陆续发布多个品类新品，扫地机 G30Space 探索版搭载全球首创机械手臂，可实现物体夹取和移动，进一步拓展能力边界、靠近家庭服务机器人形态；洗地机 A30ProSteam 延续 A30 系列备受好评的 0 缠毛、0 死角、0 负担功能，并全球首创双洗地模式，其中 150℃蒸汽洗可高温溶解污渍、高效灭杀细菌病毒；86℃热水洗适合厨房等重油污场景清洁。公司新品保持产品力引领，有望随算法积累不断拓宽护城河，作为 AI 机器人下游应用标杆拉动估值提升。

风险提示：新品销售不及预期；竞争加剧风险；海外高通胀下需求不及预期。

【非银金融：香港交易所(00388.HK)】ADT 挂钩业务同比明显改善，IPO 回暖支撑成长性——香港交易所 2024 年报点评-20250227

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

ADT 挂钩业务同比明显改善，IPO 回暖支撑成长性

2024 年公司总营收/归母净利润分别达 223.7/130.5 亿港元，分别同比+9%/+10%，Q4 单季实现净利润 37.8 亿港元，同比+46%，环比+20%，业绩符合预期。2024 年交易/结算/上市/托管/数据/投资/其他收入分别同比+18%/+21%/-3%/-10%/-1%/-2%/-1%，与 ADT 直接挂钩的交易结算费同比高增。我们假设 2025-2027 年港股 ADT 分达 2000/1900/1900 亿港元，分别同比+51.7%/-10.0%/持平，预测 2025-2026 年归母净利润至 158/156 亿港元（前值为 165/154 亿港元），新增 2027 年归母净利润预测至 161 亿港元，分别同比+20.9%/-1.3%/+3.7%，对应 EPS 分别为 12.4/12.3/12.7 港元，当前股价对应 PE 分别为 29.0/29.4/28.4 倍。科技股催化活跃度提升+IPO 回暖支撑成长性+港股周期性复苏，港交所有望迎来业绩和估值的戴维斯双击，维持“买入”评级。

三大市场成交量同比改善，投资端表现相对稳健，IPO 出现回暖趋势

（1）交易结算业务：业务高增主要受益三大市场活跃度同比改善。2024 年港股 ADT 达 1320 亿港元，同比+26%，北向/南向 ADT 分别同比+39%/+55%。期交所衍生品 ADV 同比+12%，股票期权同比+18%，LME 同比+18%。（2）投资类业务：Hibor 利率有所下降是投资负增主因。全年投资收益 105.6 亿港元，同比-2%，其中公司资金/保证金分别分别同比+18%/-8%，平均资金规模分别+0.6%/-3%，投资收益率分别为 5.09%/1.56%，分别+0.74pct/-0.08pct，而香港保证金投资收益率下降 39bp。年末 HIBOR 隔夜 5.64%，同比-45bp，HIBOR6M 年均值 4.52%，同比-31bp，投资收益下降来自部分合约利息回扣提升+日元抵押品比例增加。（3）上市类业务：2024 年下半年开始 IPO 回暖。全年上市费 8.9 亿港元，同比-3%，上市年费/IPO 费用/结构性产品上市费同比-1%/-8%/-3%。2024 全年 IPO 上市 71 家，其中新经济企业占比 82%，融资 880 亿港元，同比+90%，位列全球第 4。2024H2IPO 市场回暖，下半年 41 家上市对应融资规模 746 亿港元是上半年的 5 倍，其中包括美的集团（2021 年 2 月以来最大融资）、阿里巴巴双重主要上市、3 家 18C 公司。

科技股浪潮催化港股活跃度提升，港交所有望迎来业绩和估值的戴维斯双击

（1）科技股浪潮催化 ADT 创历史新高。2025 年以来 ADT 达 2125 亿港元，同比+121%。2025 年 2 月以来 ADT 达 2851 亿港元，创历史新高（2021 年 1 月为 2457 亿港元），我们预计新经济持续上市带来港股行业结构变化和换手率提升。（2）IPO 回暖支持增量资产入市和活跃度提升的成长性逻辑。证监会 5 项对港合作支持 A 股企业赴港上市，美的集团成为 2024 年第二大新股融资。2025 年财政预算案提及优化双重上市和第二上市门槛，截至 1 月末 IPO 融资同比+173%，待上市企业 121 家，包括恒瑞医药、迈威生物、汇智控股，此外宁德时代、三一重工、三花控股宣布赴港上市。（3）国内稳增长发力+全球流动性改善带来周期性复苏。当前 PE（TTM）为 39 倍，位于 2018 年以来 64%分位数，2 月 ADT 创历史新高，估值仍有提升空间。

风险提示：宏观经济不稳定影响交投活跃度及公司上市；美联储货币政策存在不确定性；政策催化不及预期；公司战略落地不及预期。

【医药：英科医疗(300677.SZ)】全球丁腈手套龙头，精益成本管理&海外建厂扩产筑建强大护城河——公司

深度报告-20250227

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 司乐致（分析师）证书编号：S0790523110003

一次性手套领跑者，综合优势显著，维持“买入”评级

英科医疗作为全球领先的一次性手套供应商，市占率在国内外市场占据领先地位，在专业技术、制造工艺、自动化生产设施等方面具备显著优势，拥有六大生产基地，产品远销 120 多个国家和地区，服务超过 10,000 家客户。随着公司产能提升和业务拓展，收入有望高速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.45/15.80/18.57 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 12.1/10.3/8.8 倍，与可比公司相较估值较低，维持“买入”评级。

一次性手套市场不止于周期，更倾向于成长

全球一次性手套市场持续扩容，长期增量空间可观，预计 2025 年全球一次性手套销售量将达到 8293 亿只，销售收入达到 136 亿美元。从细分市场分析，丁腈手套在疫情后，增速依旧持续领先于其他品类，市场空间广阔。中国一次性手套出口量高速增长，其中丁腈手套占比快速提升。与此同时，中国厂商积极布局，产能迅速扩张，在全球市场的份额也在不断攀升。当下中国丁腈手套市场正处于成长期，头部效应初现。中国丁腈手套市场成长逻辑清晰，量价齐升的前景值得期待。需求端：使用场景全覆盖，市场空间广阔。价格端：供需关系改善，全球丁腈手套价格企稳回升。成本端：原材料和燃料价格波动较大，影响手套厂商经营情况。公司布局上游原料，通过参控股丁腈胶乳生产企业，保障手套原材料稳定供应。

一次性手套产能快速扩张，设备工艺均处于领先水平

2023 年公司一次性手套总产能达到 790 亿只，同比增长 5.33%。其中，一次性丁腈手套产能达到 480 亿只，一次性 PVC 手套产能达到 310 亿只。公司目前在国内拥有六大生产基地。公司目前在安徽淮北、安徽安庆、江西九江、山东潍坊、江苏镇江以及山东淄博六大生产基地。公司生产设备、生产技术、自动化程度多维度优势显著，标准丁腈手套生产线长度超过 1.6 公里，良品率维持在 99% 以上。

风险提示：原材料价格波动风险；汇率波动风险；国际贸易摩擦

【医药：奥泰生物(688606.SH)】2024 年利润超预告上限，公司成长逻辑持续兑现——公司信息更新报告-20250226

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 司乐致（分析师）证书编号：S0790523110003

2024 年利润超预告上限，成长逻辑持续兑现，维持“买入”评级

2025 年 2 月 26 日，公司 2024 年业绩快报披露，公司实现营收 8.70 亿元，同比增长 15.25%；归母净利润 3.04 亿元，同比增长 68.18%；扣非归母净利润 2.39 亿元，同比增长 62.92%。单看 Q4，公司实现营收 2.52 亿元，同比增长 29.27%；归母净利润 1.06 亿元，同比增长 34.36%；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增长 68.96%；考虑公司坚持全球分散化客户战略持续深化客户合作，近年来客户数量激增合力驱动业绩成长，并通过原料自产、自动化程度提升和产品结构优化等方式强势提升毛利率；同时公司加强内部精细化管理，提升运营效率与成本控制能力，我们再次上调 2024-2026 年的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 3.04/3.73/4.65 亿元（原值为 2.88/3.6/4.5 亿元），对应 EPS 分别为 3.83/4.7/5.87 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 17.9/14.6/11.7 倍，维持“买入”评级。

核心逻辑在于客户数量激增，自主品牌比例提升明显，新品研发上市节奏加快

公司已上市产品多达 1300 余种，产品广泛应用于临床检测、现场检测等多个领域，能满足客户的多元化需求，并持续聚焦研发注册，2024H1 公司新增 53 项产品上市，自主研发的十四合一毒品联检产品（含芬太尼（1ng/ml）检测试剂）获得美国 FDA510K 认证。公司 2024H1 外销收入占比 94.78%，产品远销 170 多个国家，外销收入依然是公司收入主要来源，其中毒品检测、常规传染病类产品在美国和欧洲市场具有较强的市场竞争力，2024H1 新增境内外新客户数量多达 400 余个，充分证明公司营销策略的有效性和产品的竞争力。ODM 收入 2.60 亿元，占主

营的 65.53%，自主品牌收入 1.37 亿，自主品牌占比逐步提升，体现了公司既注重 ODM 的口碑积累又重视自有品牌培育，其中自有品牌营收规模有望快速提升。

公司战略布局生物原料平台，有效降低生产成本和提高产品推出效率

公司战略布局上游生物原料平台，通过实现原料自给，可有效降低生产成本，减少对上游核心原料商的依赖，为产品迭代提供创新平台。公司 2024H1 生物原料研发成果丰硕，成功开发出 9 项新原料，包括依替氮卓抗原抗体、地芬诺酯抗原抗体、噻奈普汀抗原抗体、舍曲林抗体以及大肠杆菌 k99 抗体等，其中 6 项原料更是实现了国内首创，填补了国内相关领域的空白。截至 2024H1 公司已实现自产并投入使用的生物原料种类超过 300 种，其中 24 项为国内首创原料。

风险提示：产品研发推进不及预期；市场推广不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn